

Xina, davant un any difícil: riscos creixents i menys marge que el 2015

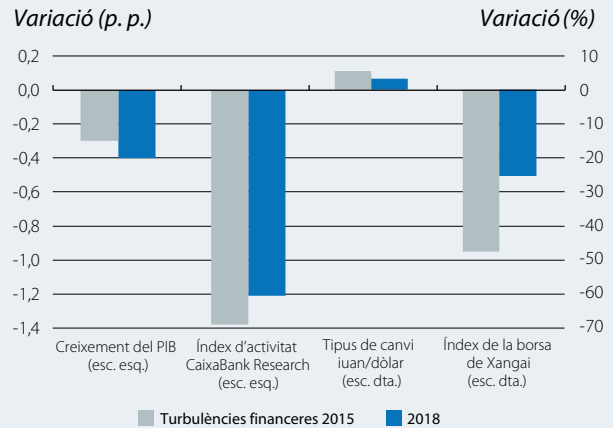
La Xina torna a aparèixer al radar dels principals analistes i inversors després d'intensificar-se, en la segona meitat del 2018, la desacceleració de l'economia. Fins a quin punt les preocupacions estan fundades i quin és el marge de política econòmica de les autoritats xineses per evitar un aleniment bruscat? Una manera natural de posar en context el refredament de l'economia xinesa el 2018 és compararlo amb el període d'inestabilitat econòmica i financera que va viure entre mitjan 2015 i l'inici del 2016.¹ Com veurem tot seguit, de la comparació s'obté que, fins avui, l'episodi del 2015-2016 va ser una mica més sever que l'actual, tot i que el refredament actual és també notable.

Així, veiem que, entre el 3T 2017 i el 4T 2018 (el període que engloba la desacceleració actual), el creixement del PIB s'ha desaccelerat en 0,4 p. p. en relació amb els 0,3 p. p. de l'episodi del 2015, mentre que el creixement de l'índex d'activitat de CaixaBank Research va disminuir en gairebé 1,4 p. p. el 2015 en relació amb la reducció d'1,2 p. p. en l'episodi actual. Malgrat que, aparentment, són magnituds similars, la desacceleració del 2015 va ser molt més abrupta que l'actual, ja que es va produir en un lapse de només nou mesos (en canvi, la desacceleració actual s'ha distribuït al llarg de 18 mesos, fins al moment, en un patró més suau). A més a més, tant la correcció borsària com les sortides de capitals (vegeu el segon gràfic) van ser molt més elevades durant les turbulències del 2015 que en l'actualitat.

L'aleniment de la Xina no ens ha de sorprendre, i, de fet, cal esperar que el creixement es continuï desaccelerant el 2019 i el 2020 cap a cotes properes al 6,0% (el 2018, el creixement va ser del 6,6%). Des d'un punt de vista tendencial, és inevitable que el creixement es vagi moderant en els pròxims anys, a causa de forces estructurals com l'envelliment de la població o la reducció del pes de la inversió amb el canvi de model productiu (un canvi que permetrà un patró de creixement més sa i equilibrat a mitjà termini, tot i que això impliqui que l'economia se'n ressenti en certa mesura a curt termini). De fet, les estimacions² realitzades suggereixen que el creixement potencial de la Xina entre el 2021 i el 2025 podria oscil·lar entre el 4,0% i el 5,0%.

Des d'un punt de vista més curterminist, però, destaquen dos grans riscos. D'una banda, en un context internacional complicat, la publicació de xifres d'activitat en un trimestre concret pitjors del que s'esperava pot generar

L'aleniment de la Xina: comparativa amb l'episodi del 2015 *

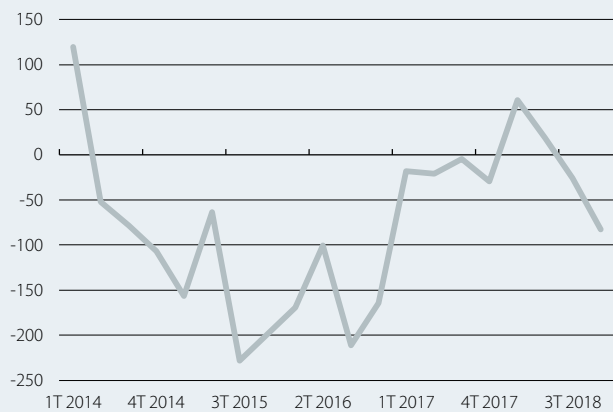


Nota: * Comparem la desacceleració del creixement del PIB i de l'índex d'activitat en el 4T 2018 en relació amb el 3T 2017 (quan va començar l'aleniment actual) amb la desacceleració en el 4T 2015 en relació amb el 2T 2015. Pel que fa al tipus de canvi i a l'índex borsari, calculem la seva variació entre el juny del 2017 i el desembre del 2018 i entre el juny del 2015 i el febrer del 2016 (coincidint amb l'episodi de turbulències econòmiques i financeres del 2015).

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

Xina: entrades netes de capitals

(Milers de milions de dòlars)



Font: CaixaBank Research, a partir de dades de SAFE.

episodis d'inestabilitat financera que acabin repercutint sobre l'activitat. De l'altra, els fonaments macroeconòmics de l'economia xinesa podrien ser més febles del que s'estima i l'activitat podria acabar patint una desacceleració més abrupta. No obstant això, ara com ara, els indicadors disponibles suggereixen que la sang no arribarà al riu: les autoritats xineses tenen un cert marge de política fiscal, monetària i financera per evitar una desacceleració brusca. Així i tot, és cert que aquest marge és, com veurem, sensiblement menor que el 2015, de manera que tant el seu abast com la seva sostenibilitat en el temps són molt més reduïts que anteriorment.

1. Vegeu el Focus «Xina: tornen els dubtes», publicat a l'IM10/2015.
 2. Vegeu Dieppe, A., Gilhooly, R., Han, J., Korhonen, I. i Lodge, D. (2018), «The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area», ECB Occasional Paper, núm. 206.

Començant pel front fiscal, el Govern ja ha anunciat al Consell de Política Econòmica del desembre³ que es prendran mesures fiscals expansives (que encara s'han de concretar). Com ja va succeir el 2015, aquestes mesures s'orientaran, majoritàriament, a incentivar les Administracions locals perquè s'endeutin i a finançar projectes d'infraestructures mitjançant emissions especials de deute (les anomenades *local government financial vehicles*) que no apareixen al pressupost. No obstant això, la situació de les finances públiques és menys folgada que el 2015: segons l'FMI, el deute públic «augmentat» del conjunt de les Administracions públiques xineses (és a dir, el que inclou aquestes emissions de deute) el 2019 ja assolirà el 77,0% del PIB (el 56% el 2015).⁴ Quan ens centrem en les mesures fiscals que sí que apareixen al pressupost, ja mostren símptomes d'un cert esgotament: el dèficit pressupostari del conjunt d'Administracions públiques en el segon semestre del 2018 va ser del -6,2% del PIB, una quantitat notable i semblant a la del segon semestre del 2015 (el -6,9% del PIB), en ple epicentre de les turbulències.

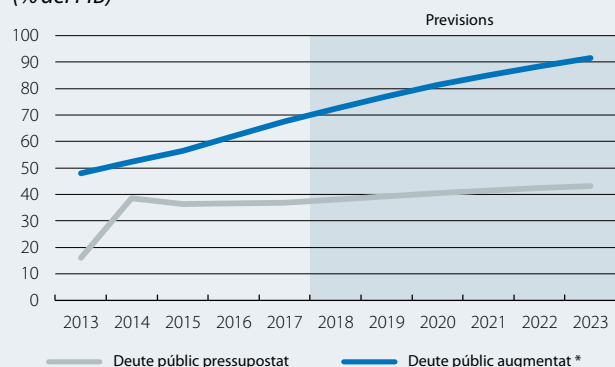
Pel que fa a la política monetària, el marge és també una mica menor al de la conjuntura anterior, a causa de dos factors. En primer lloc, quan van començar els dubtes el 2015, els tipus de referència del banc central se situaven en nivells superiors als actuals, de manera que hi havia més recorregut per dur a terme baixades de tipus que estimessin l'economia. En segon lloc, les polítiques expansives de fa quatre anys van generar un augment important del crèdit, en especial del canalitzat a través de la banca a l'ombra.⁵ No obstant això, aquestes dinàmiques generaven temors al fet que s'accentuessin els riscos d'inestabilitat financera. Per aquest motiu, en la tessitura actual, malgrat la introducció de mesures expansives en els fronts fiscal i monetari, les autoritats xineses probablement mantindran l'enduriment regulador actual per reduir l'elevat deute corporatiu de la Xina. Això ja s'ha reflectit en l'augment d'impagaments al sector corporatiu el 2018 (que ha afectat, en especial, les empreses privades, ja que el sistema financer encara atorga moltes més facilitats per a la concessió de crèdit a les empreses públiques) i en la reducció del pes de la banca a l'ombra (que ha passat de representar el 87% del PIB al final del 2017 a només el 70% al final del 2018). Així, lògicament, aquesta reducció dels fluxos de crèdit implica una menor transmissió de la política monetària sobre l'economia real, tot i que el Govern xinès podria acomodar fins a un cert punt l'alentiment abaixant el tipus d'interès de referència (que es manté inalterat en el 4,35% des de l'octubre del 2015).

3. És una reunió anual dels principals líders polítics i econòmics xinesos per traçar les línies generals de la política econòmica de l'any següent.
 4. Vegeu l'Article IV de la Xina de l'any 2018 publicat per l'FMI.
 5. Vegeu, per a més detalls, el Focus «El *shadow banking* a la Xina: una ombra allargada», a l'IM02/2017.

Finalment, pel que fa a la política canviària, és probable que la gestió *ad hoc* del tipus de canvi del iuan deixi de formar part, de forma gradual, de l'*atrezzo* de política econòmica. La raó és que s'espera que la Xina vagi reduint el control sobre la seva divisa de forma gradual i deixi que fluctui molt més segons els mercats. Es tracta d'una mesura ineludible per aconseguir una major internacionalització del iuan, un objectiu essencial per a la Xina, en especial a mesura que passi de ser un país amb superàvit en compte corrent a un país amb dèficit i, per tant, amb més necessitat de tenir una divisa estable i amb suport internacional. Així i tot, el manteniment dels controls de capitals per invertir fora de la Xina evitarà que, el 2019, el iuan es depreciï de forma brusca.

En definitiva, tot fa pensar que la Xina podrà recórrer el 2019 a polítiques fiscals i monetàries expansives que minimitzin l'enduriment regulador i que evitin una desacceleració brusca de l'economia. No obstant això, les dades suggereixen que el recorregut d'aquestes polítiques és menor que en el passat i que el cost pot ser més gran.

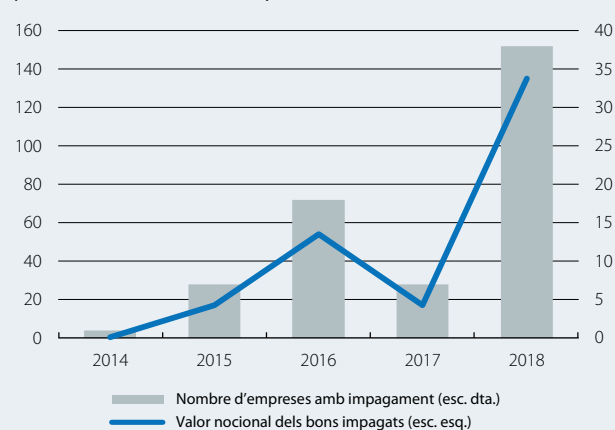
Xina: deute públic
(% del PIB)



Nota: * El deute públic augmentat inclou les partides que no apareixen als pressupostos, com l'emissió de deute de les Administracions locals a través de vehicles financers especials per finançar projectes en infraestructures.

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de l'FMI.

Xina: impagaments de bons domèstics
(Milers de milions de iuans) (Nombre)



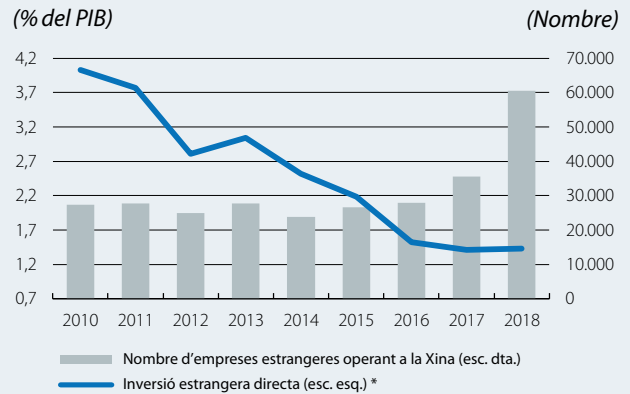
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Bloomberg i de Wind.

A més a més, aquestes polítiques poden ser útils per a un període concret, però no són sostenibles en el temps. Per aquest motiu, a mitjà termini, la Xina hauria de recórrer a mesures de política econòmica més ambiciosos i no tan curterministes.

Un exemple seria facilitar l'augment de la inversió estrangera directa per revertir l'actual tendència a la baixa (vegeu l'últim gràfic). En aquest sentit, les autoritats xineses ja han començat a prendre mesures, tot i que el seu ritme encara és més tímid del desitjable. Així, al juliol, es va anunciar un pla que eliminaria completament, el 2021-2022, les restriccions a la inversió estrangera en sectors importants (molts d'ells estratègics), com les assegurances, la línia elèctrica, l'automoció o el transport ferroviari de passatgers, de manera que el nombre de sectors econòmics afectats per les restriccions es reduiria de 63 a 48.

Sens dubte, és un primer pas, però es podria fer més. Altres palanques complementàries a la major obertura del país per millorar el patró de creixement són augmentar els incentius perquè els treballadors de les zones rurals puguin emigrar a les ciutats, finalitzar la reforma pendent per modernitzar les ineficients empreses públiques i reduir l'elevat deute corporatiu. Sens dubte, és moment que la Xina faci un pas més per evitar mals majors.

Inversió estrangera i empreses foranes establertes a la Xina



Nota: * Dades d'inversió estrangera directa només per als tres primers trimestres del 2018.
Font: CaixaBank Research, a partir de dades de SAFE i del Ministeri de Comerç de la Xina.